

PŘEDSTAVENÍ PROGNÓZY

26. LEDNA 2024

# EKONOMICKÉ VÝHLEDY

## OSPALÝ ROZJEZD EKONOMIKY

**Jan Vejmělek**  
**Jana Steckerová**  
**Martin Gürtler**  
**Jaromír Gec**  
**Kevin Tran Nguyen**

**Ekonomický a strategický výzkum**

@researchKB

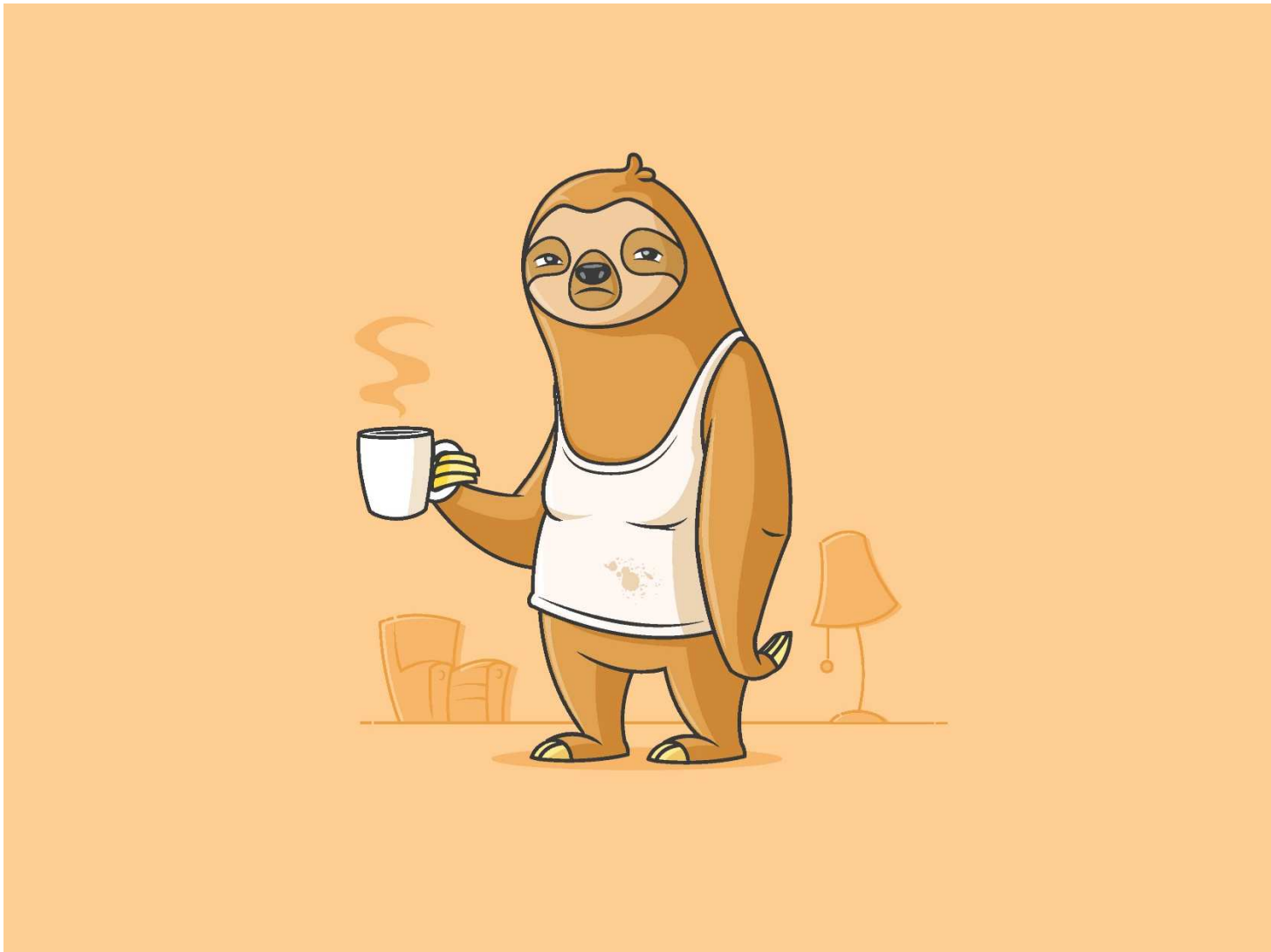
research@kb.cz



SOCIETE  
GENERALE  
GROUP

# OSPALÝ ROZJEZD EKONOMIKY

---



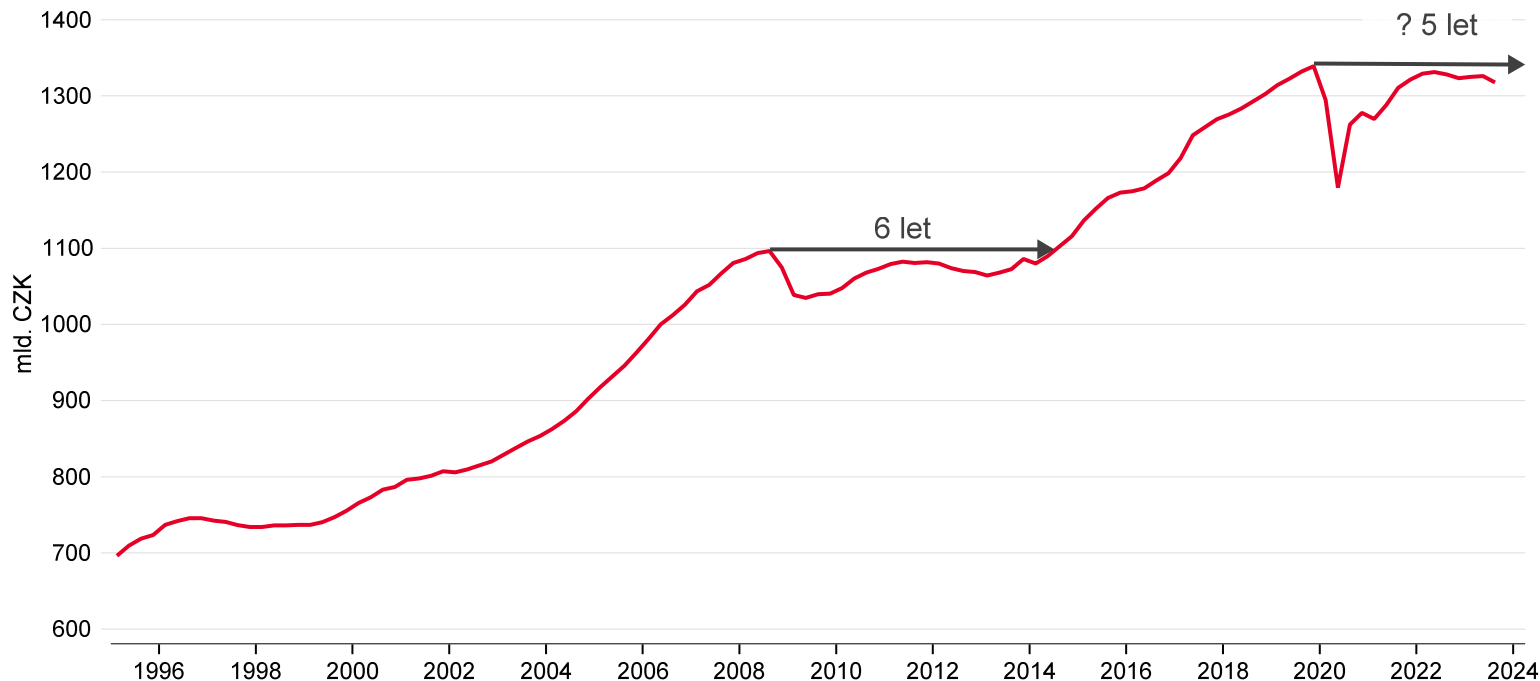
Zdroj: iStock

# ČESKO STÁLE NENÍ NA PŘEDPANDEMICKÉ ÚROVNI

Česká ekonomika vloni dokonce divergovala

## Hrubý domácí produkt

stálé ceny, očištěno o sezónní a kalendářní vlivy



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

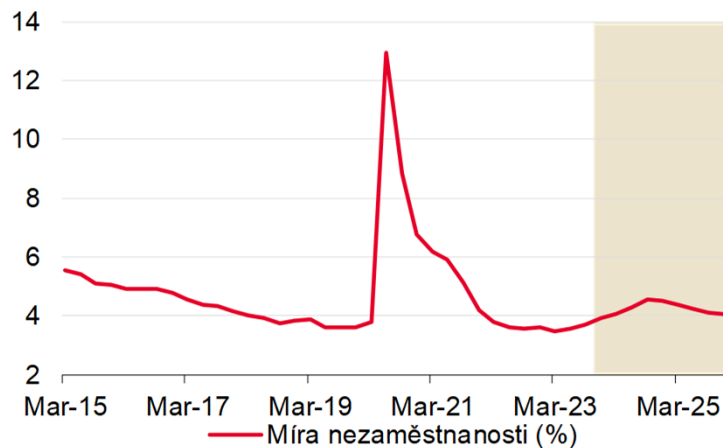
# 1

## VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

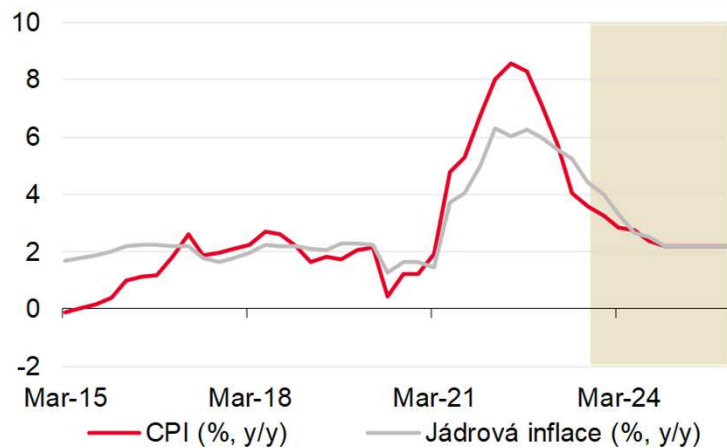
SAZBY FEDU A ECB PŮJDOU DOLŮ, OTÁZKA JE KDY A JAK MOC

# USA: EKONOMIKA SI PROJDE MĚLKOU RECESÍ

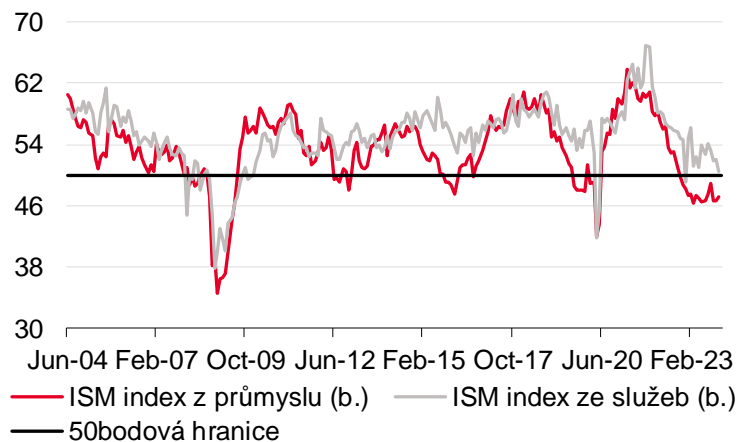
## Trh práce v zůstává utažený



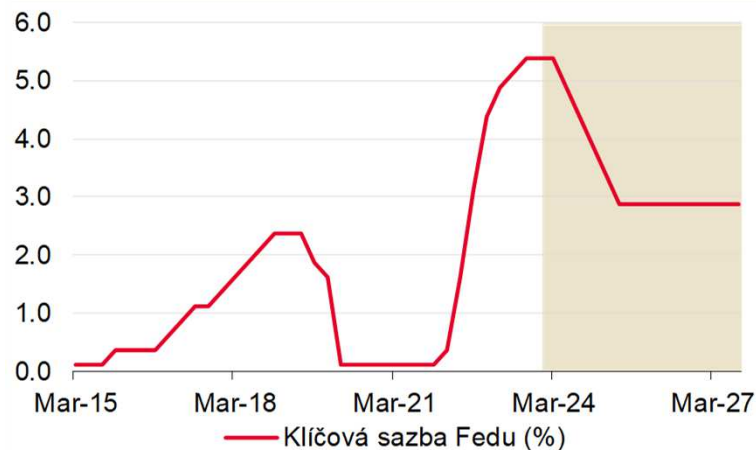
## Inflace se bude vracet k 2% cíli



## Ekonomika si projde mělkou recesí



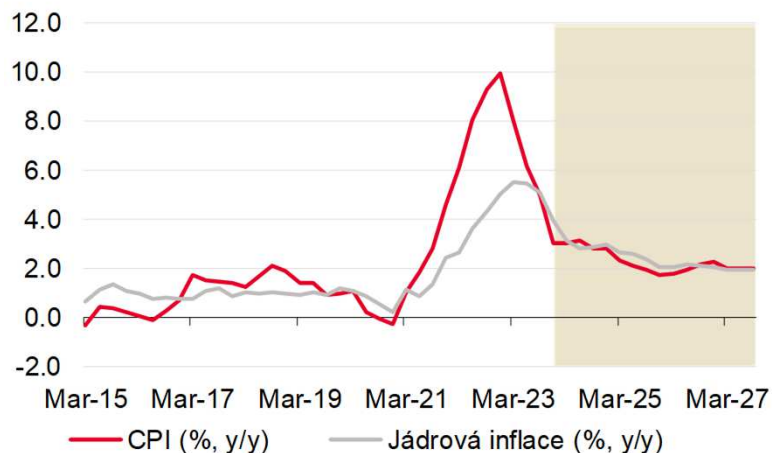
## Fed sníží úrokové sazby poprvé v květnu



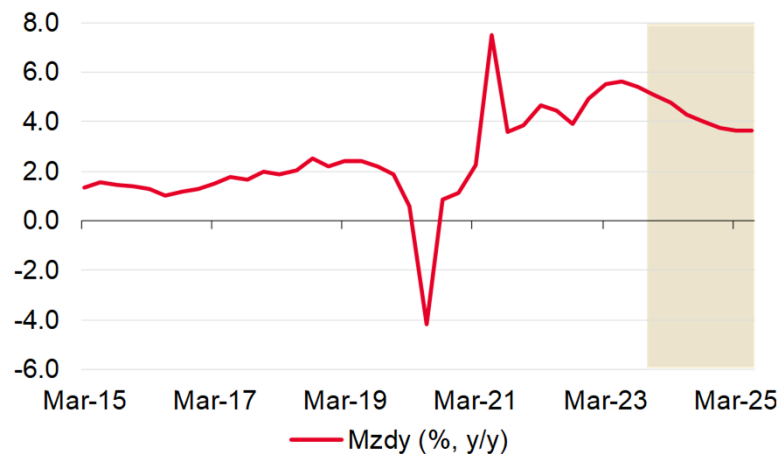
Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

# EUROZÓNA: PRVNÍ SNÍŽENÍ SAZEB V ZÁŘÍ LETOŠNÍHO ROKU

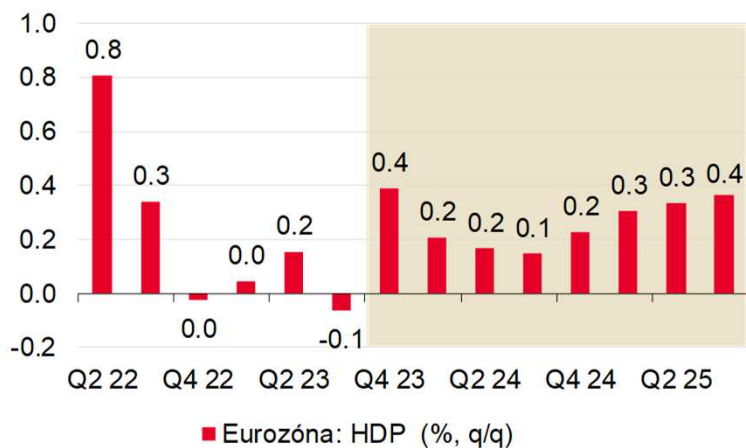
## Inflace v eurozóně se na cíl letos nedostane



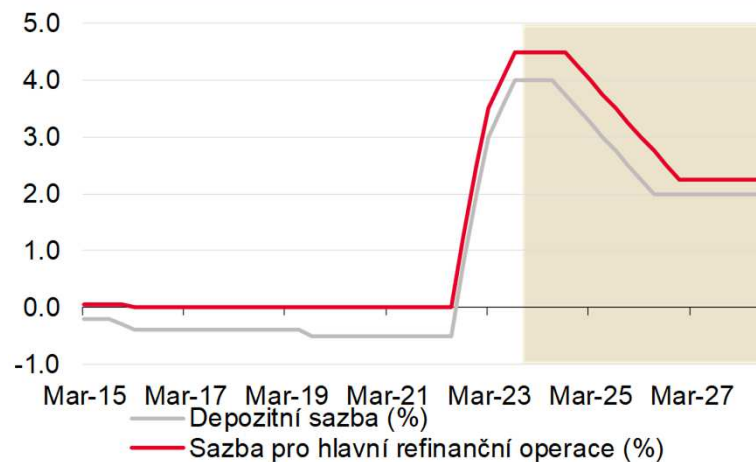
## Mzdový růst je na evropské poměry rychlý



## Růst potáhne spotřeba domácností



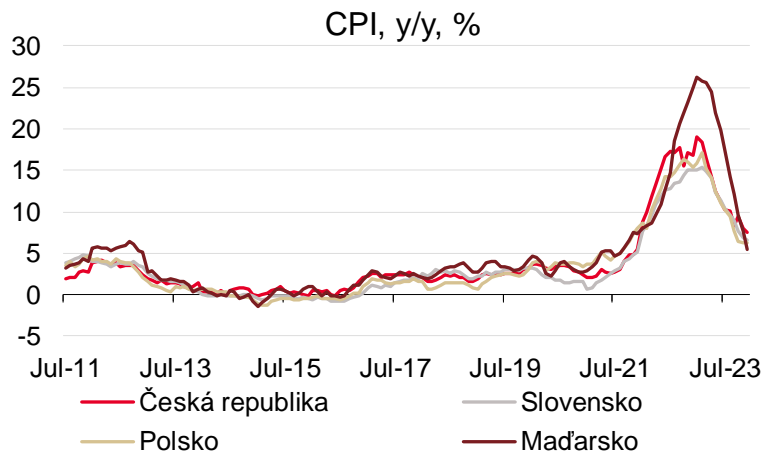
## ECB poprvé sníží sazby v září



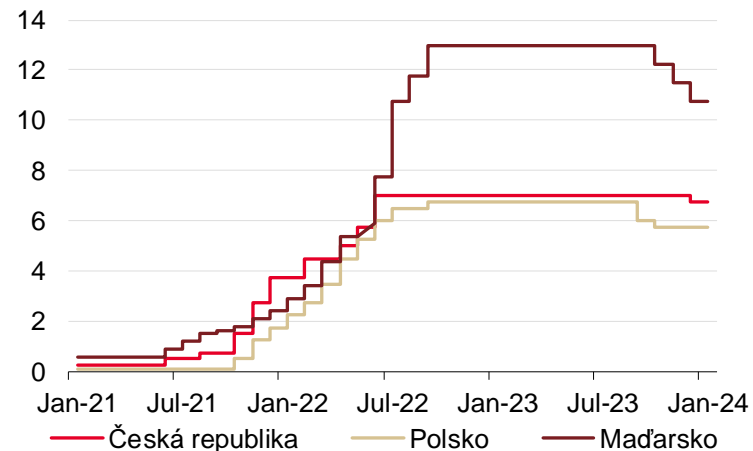
Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

# STŘEDOEVROPSKÝ REGION: UVOLŇOVÁNÍ MĚNOVÝCH PODMÍNEK ODSTARTOVÁNO

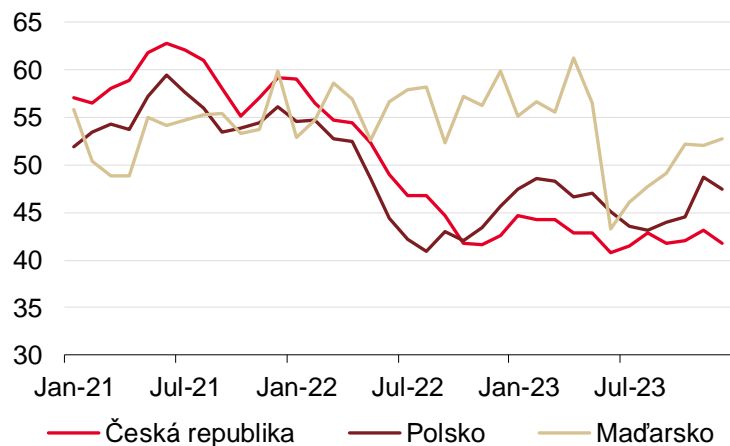
## Inflace v regionu klesá (% , y/y, HICP)



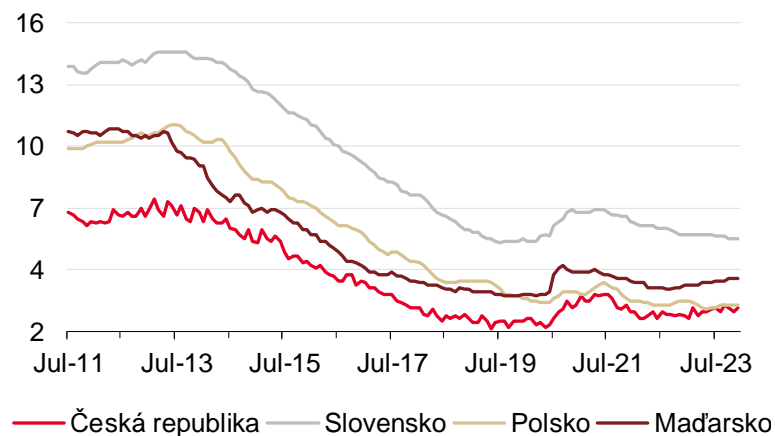
## Centrální banky zahájily cyklus snižování úrokových sazeb (%)



## Průmyslové PMI ožívají (b.)



## Nezaměstnanost zůstává nízká (%)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

# 2

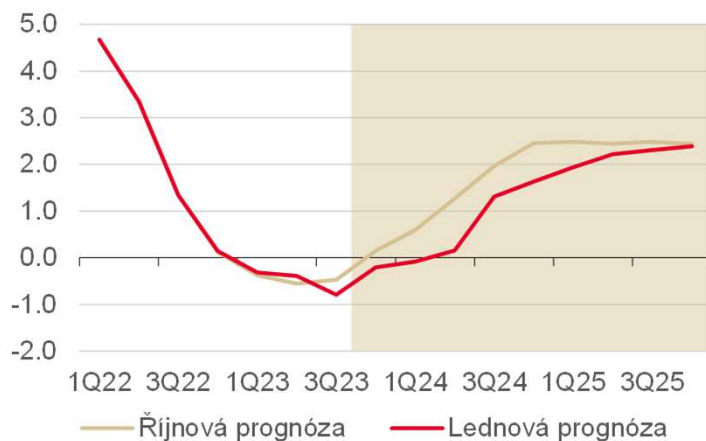
## MAKROEKONOMICKÁ PROGNÓZA ČR

ANI PŘETRVÁVAJÍCÍ SLABOST EKONOMIKY  
NESTLAČÍ INFLACI NA CÍL

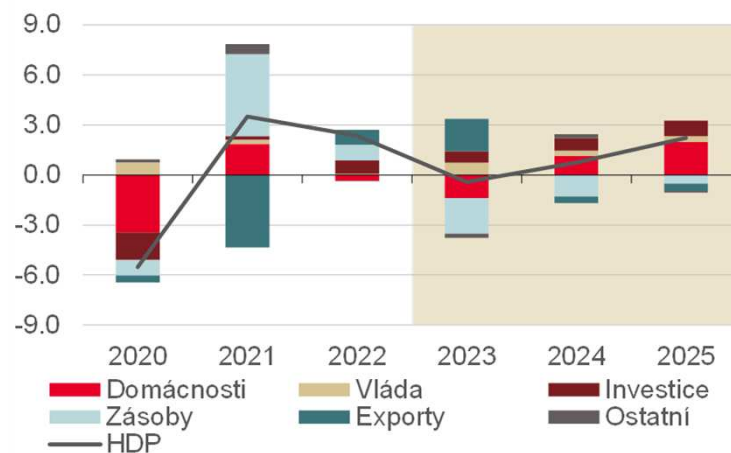


# EKONOMIKA LETOS VZROSTE JEN O 0,8 % PO LOŇSKÉM POKLESU O 0,4 %

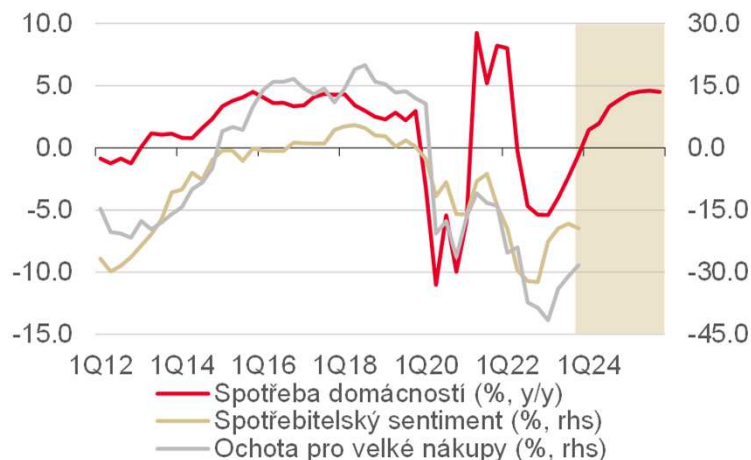
Minule jsme pro rok 2023 čekali -0,3 %  
a pro rok 2024 +1,6 % (%, y/y)



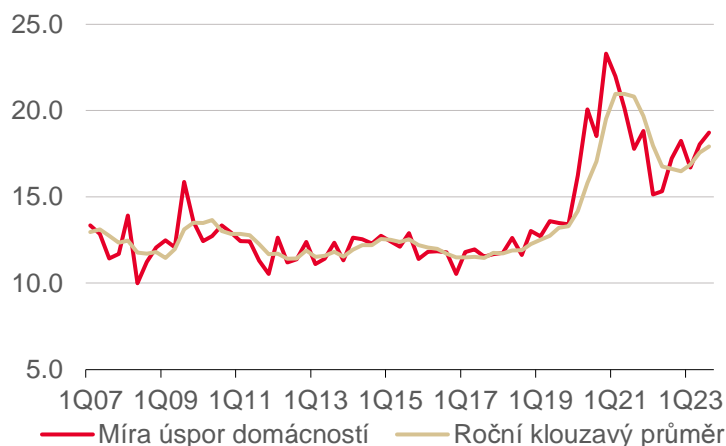
Za loňským poklesem HDP stála nižší  
spotřeba a tvorba zásob (%, pp, y/y)



K pozvolnému oživení spotřeby by měl  
pomoci obnovený růst reálných mezd, ...



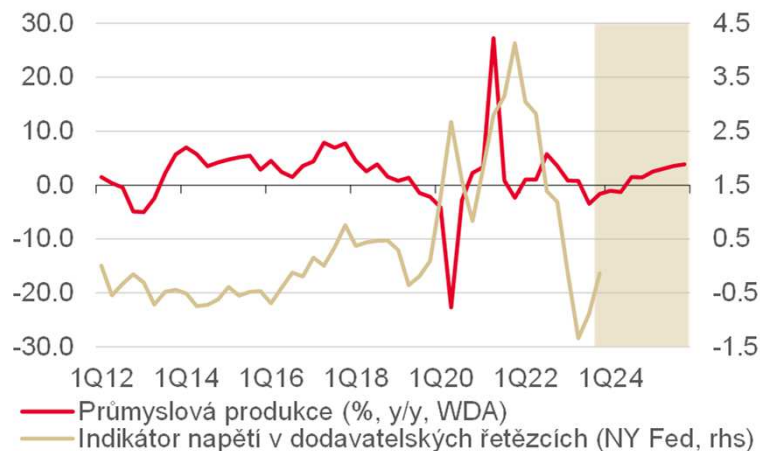
... stejně tak i postupné rozpouštění  
vysokého stavu nahromaděných úspor (%)



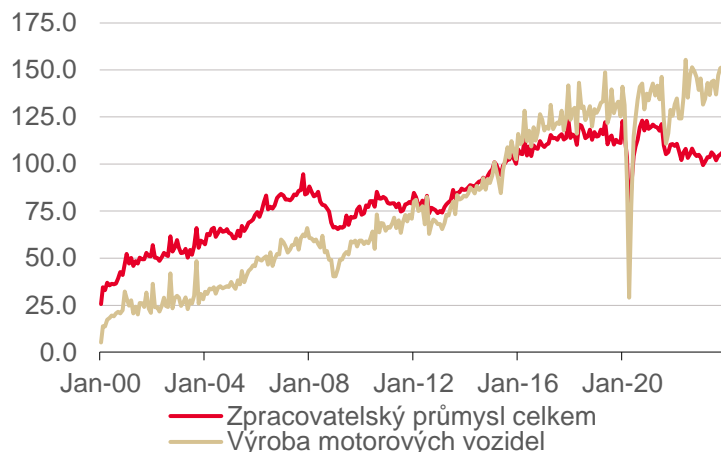
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

# PRŮMYSL BUDE V ROCE 2024 ZHRUBA STAGNOVAT PO LOŇSKÝCH CCA -1 %

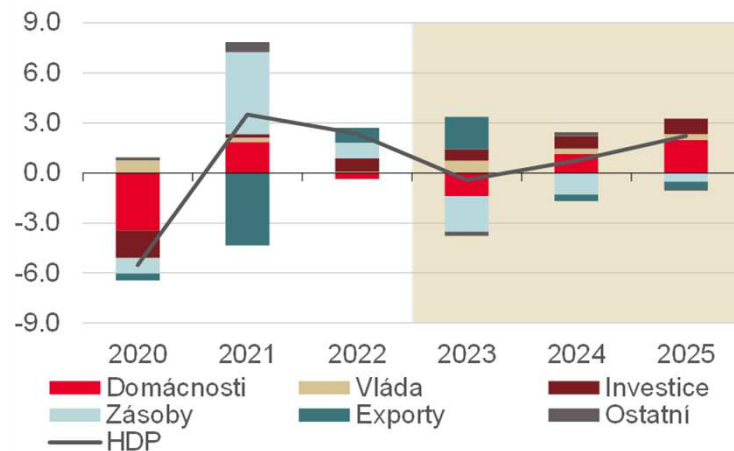
Od Q2 24 očekáváme obnovení mezičtvrtletního růstu průmyslové výroby



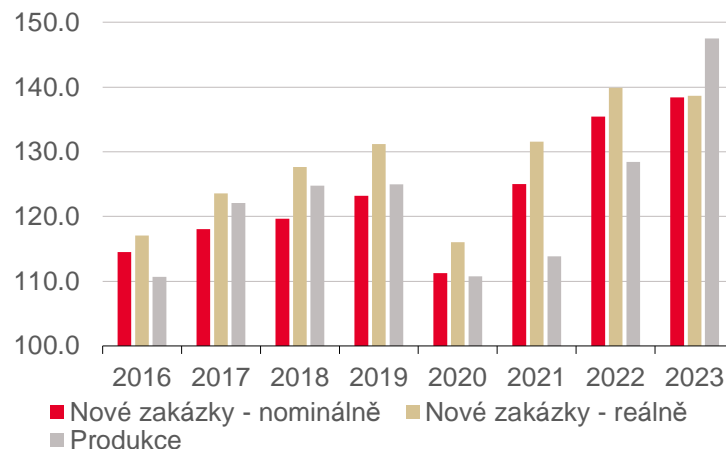
Reálný objem zakázek přestal klesat, slabá poptávka je ale stále znát (SA, 2015=100)



Dokončení rozpracovaného zboží přispělo k vyššímu vývozu v roce 2023 (% pp, y/y)

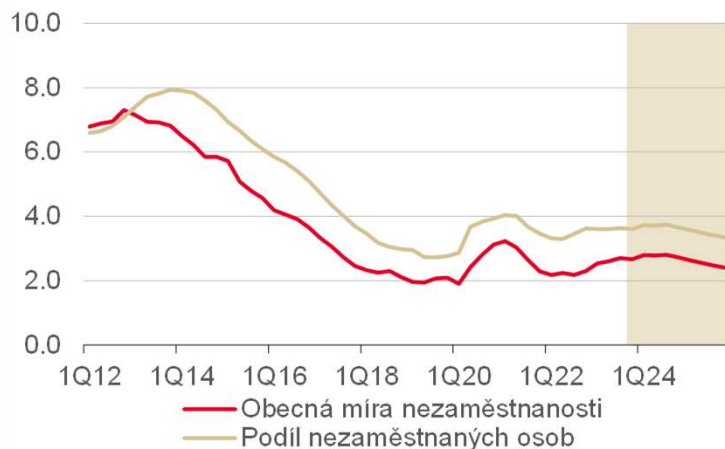


Automotive je na tom z hlediska zakázek lépe než zbytek průmyslu (2015=100)

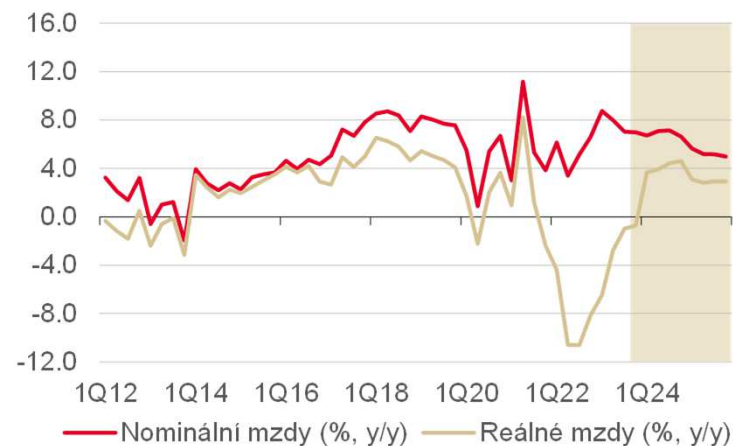


# RŮST NOMINÁLNÍCH MEZD LETOS DOSÁHNE 6,9 % PO +7,7 % V ROCE 2023

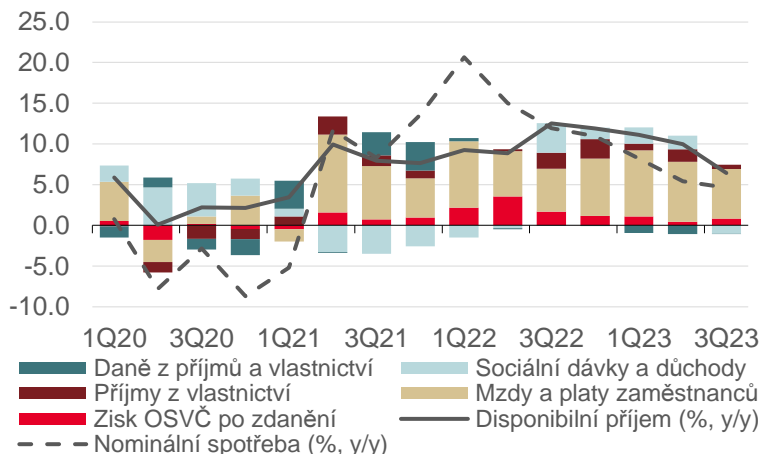
Významný nedostatek pracovních sil na tuzemském trhu práce nadále přetrvává (%)



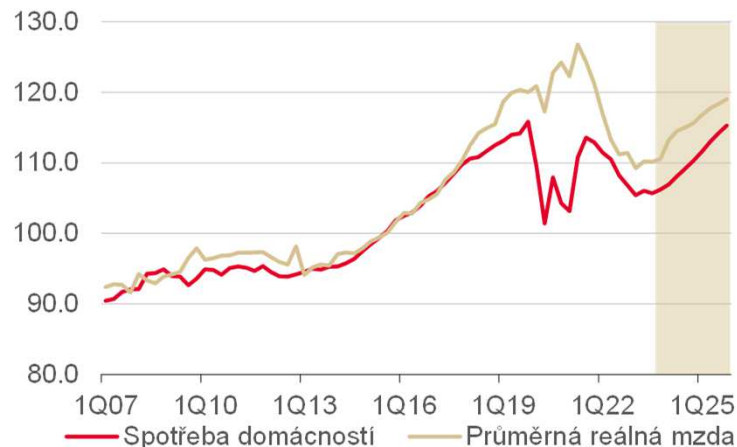
Letos reálné mzdy vzrostou o 4,2 % po zhruba -11 % během let 2022 a 2023



Vliv rychle se zvyšujících důchodů a soc. dávek na růst příjmů domácností vyprchal



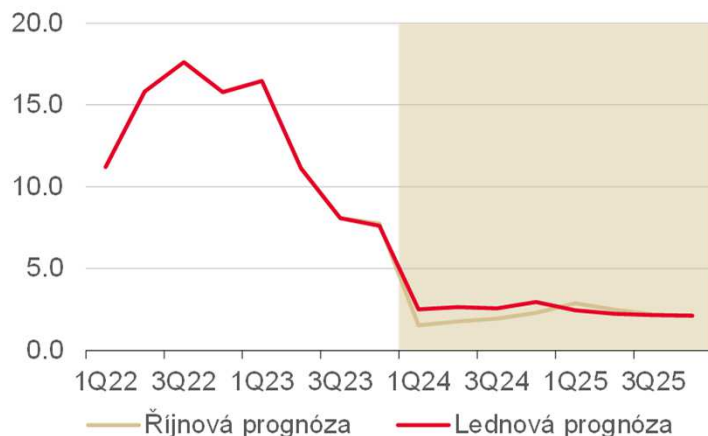
Dosavadní pokles spotřeby souvisí s propadem reálných mezd (2015 = 100)



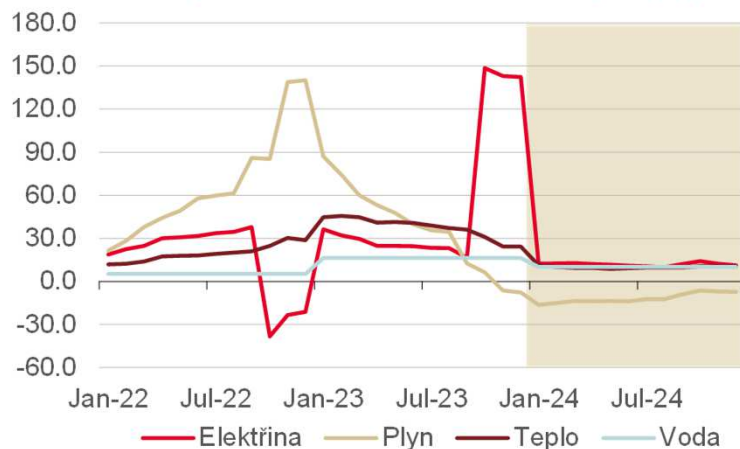
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ, MPSV

# INFLACE VÝRAZNĚ KLESNE Z 10,7 % V ROCE 2023 NA LETOŠNÍCH 2,7 %

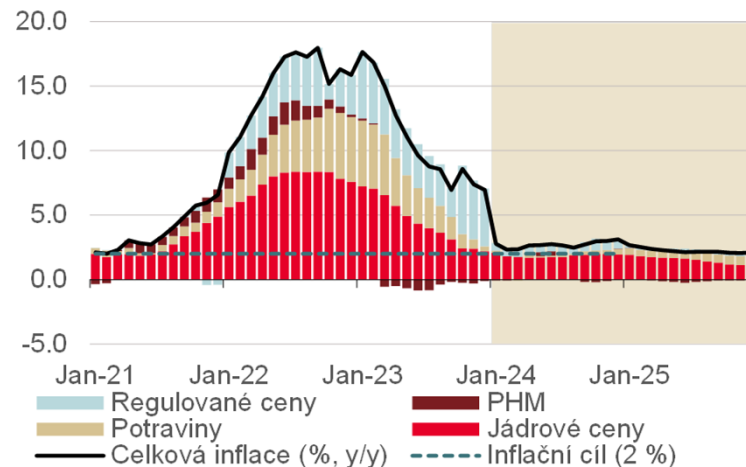
Odhad letošní inflace jsme zvýšili z 1,9 % vlivem vyšších regulovaných cen (%, y/y)



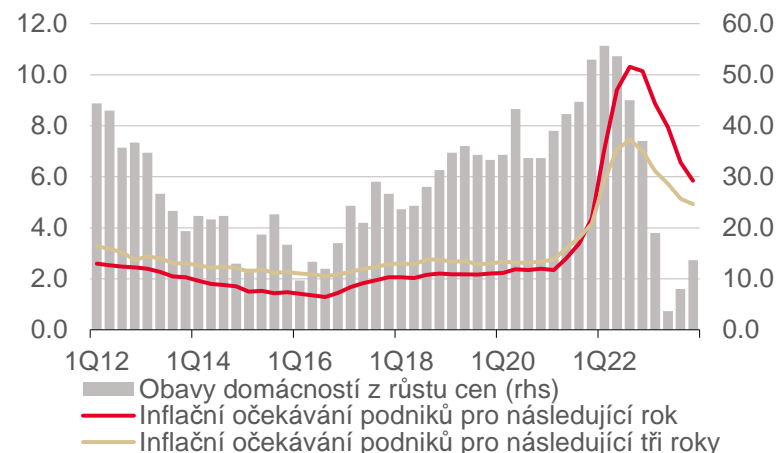
Kromě plynu očekáváme, že energie letos zdraží v průměru o zhruba 10 % (%, y/y)



Jádrová inflace se udrží nad 2 %, potraviny by po zohlednění nižší DPH mohly zlevnit



Inflační očekávání firem zůstávají zvýšená, obavy domácností mírně vzrostly (%)



3

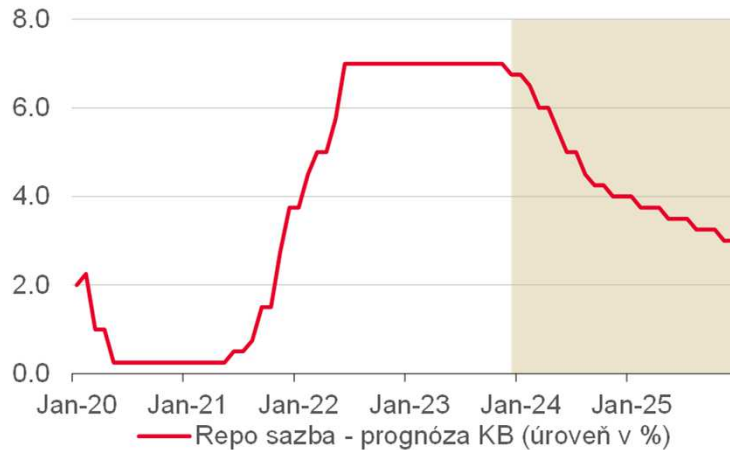


## ČNB FOCUS

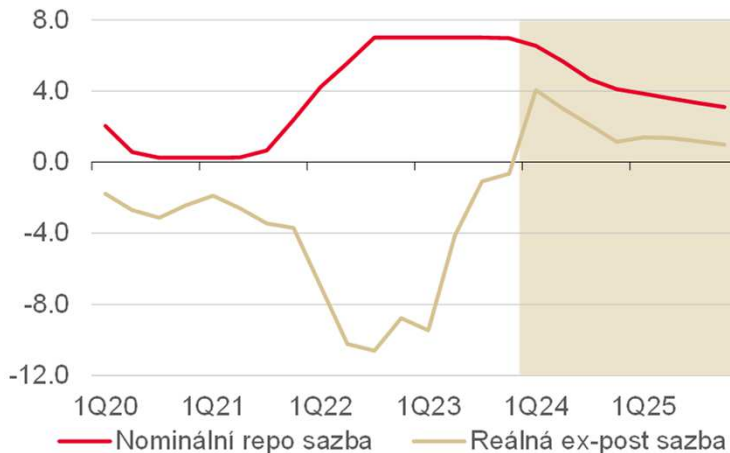
JAK MOC LETOS SAZBY KLESNOU, ROZHODNE LEDNOVÁ INFLACE

# NA KONCI ROKU 2024 ČEKÁME REPO SAZBU NA 4 %, POLITICKY NEUTRÁLNÍCH 3 % ALE DOSÁHNE AŽ KONCEM ROKU 2025

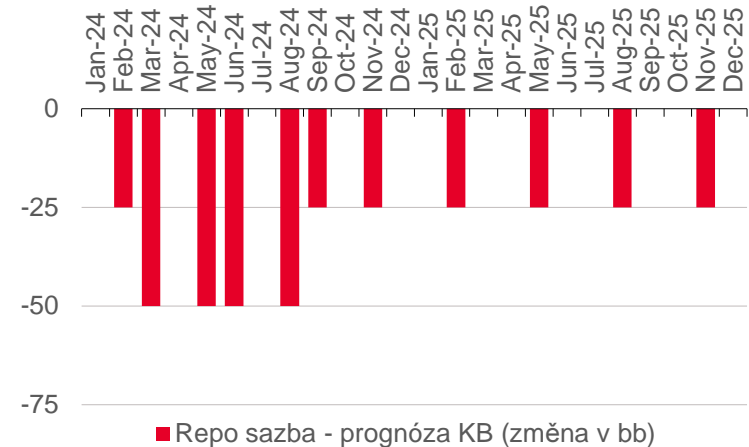
Bankovní rada zůstane z počátku opatrná kvůli nejasné výši lednové inflace ...



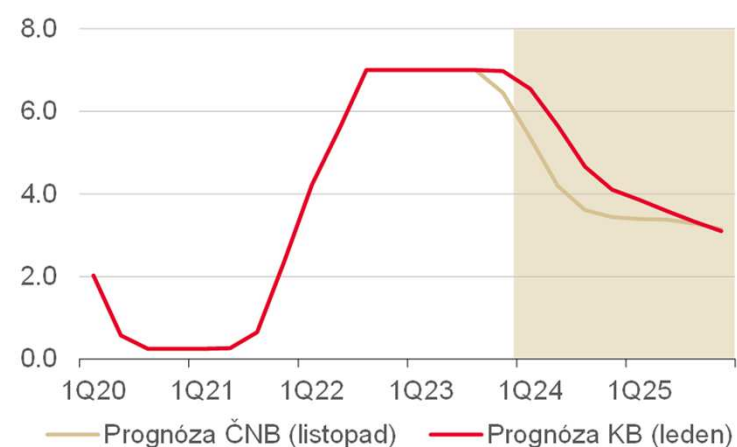
Výše reálných ex-post úrokových sazeb bude v H1 24 silně restriktivní (%)



... po jejím zveřejnění by měla kvůli slabé ekonomice urychlit tempo snižování sazeb



Měnová politika bude letos utaženější než by bylo podle prognózy ČNB optimální (%)



4

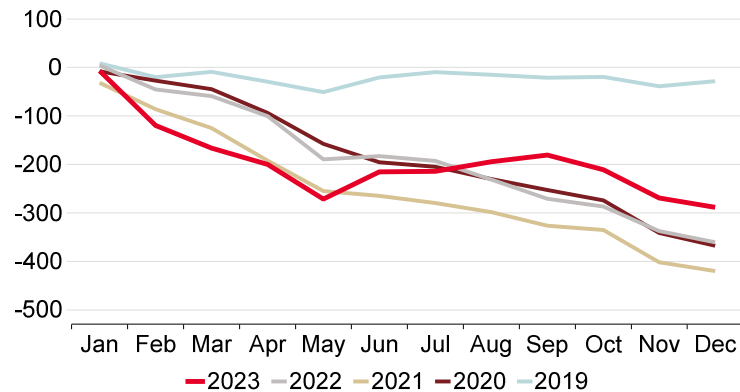


## FISKÁLNÍ POLITIKA

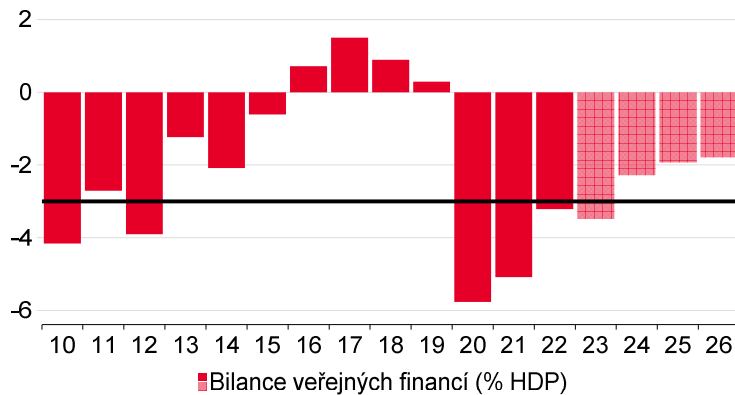
RŮST ZADLUŽENÍ ZPOMALUJE

# RŮST ZADLUŽENÍ ZPOMALUJE

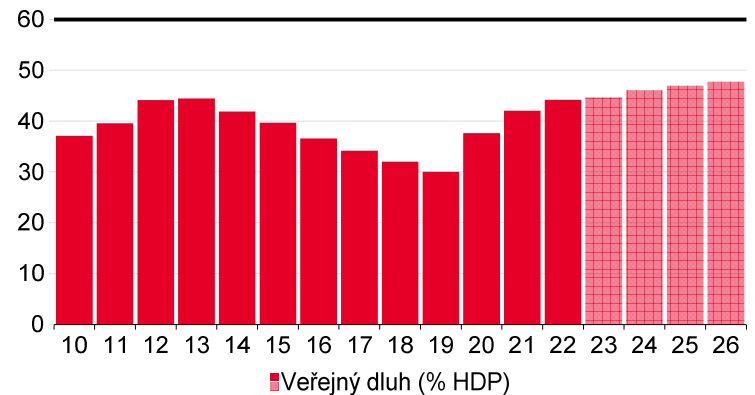
Bilance veřejných financí (mld. CZK)



Bilance veřejných financí



Veřejný dluh



Zdroj: MFČR, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



# 5

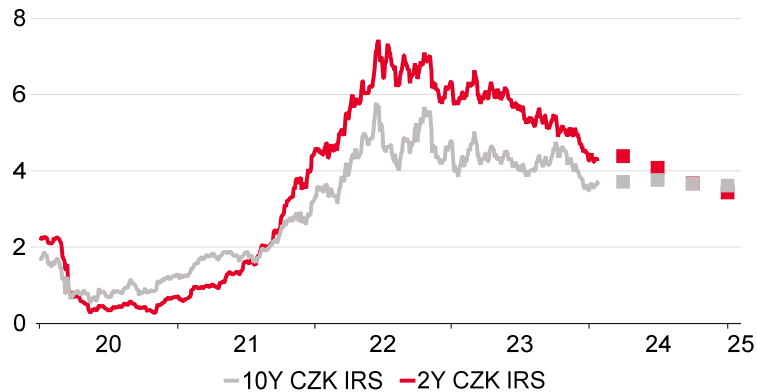
---

## TRH ÚROKOVÝCH SAZEB A DLUHOPISŮ

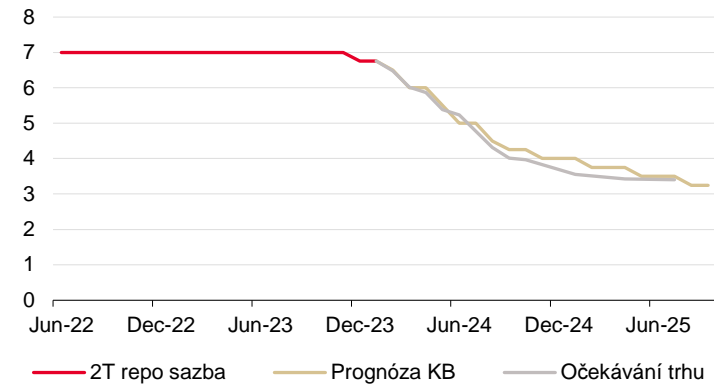
PO PROPADU POSTUPNÁ STABILIZACE

# PO PROPADU POSTUPNÁ STABILIZACE

## Prognóza IRS (%)



## Očekávaný vývoj základní úrokové sazby ČNB



### Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

	Q1 24f	Q2 24f	Q3 24f	Q4 24f
2Y	4,40	4,10	3,65	3,45
5Y	3,60	3,55	3,40	3,35
10Y	3,70	3,75	3,65	3,60

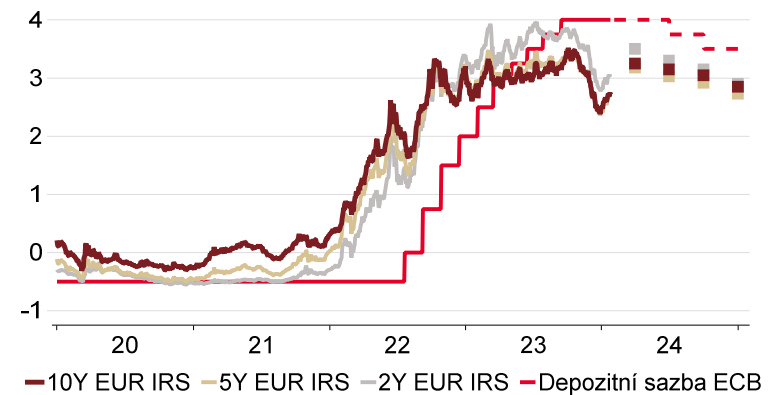
Zdroj: Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; očekávání trhu k 25. 1. 2024

# PO PROPADU POSTUPNÁ STABILIZACE

## Kotace forwardů úrokových swapů (%, p.a., vs. 6M PRIBOR)

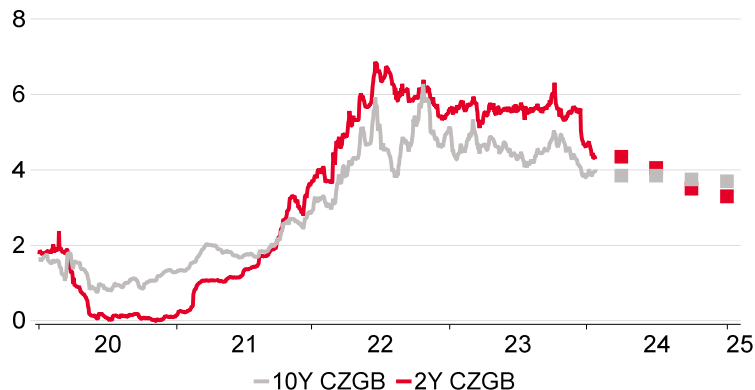
	Maturita			
	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	4.35	4.00	3.77	3.76
Forward				
3M	3.98	3.75	3.63	3.70
6M	3.61	3.50	3.49	3.63
1Y	3.30	3.30	3.40	3.60
2Y	3.29	3.36	3.48	3.67
3Y	3.40	3.47	3.57	3.77

## Eurové sazby (%)

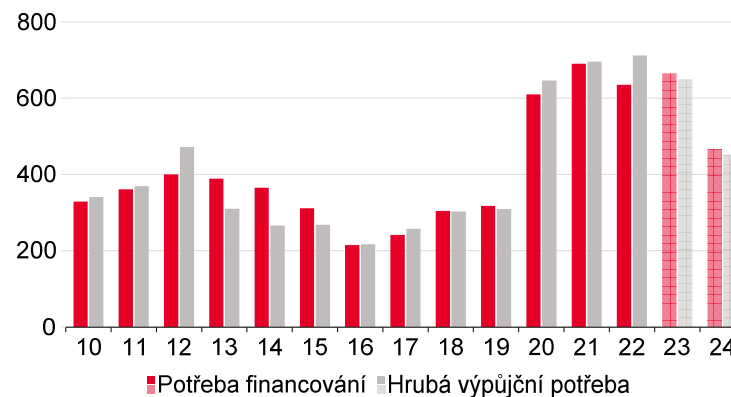


# PO PROPADU POSTUPNÁ STABILIZACE

## Výnosy CZGB (%)



## Potřeba financování (mld. CZK)



### Prognóza výnosů CZGB (konec období)

	Q1 24f	Q2 24f	Q3 24f	Q4 24f
Výnos 2Y CZGB (%)	4,35	4,05	3,50	3,30
Výnos 5Y CZGB (%)	3,80	3,65	3,35	3,20
Výnos 10Y CZGB (%)	3,85	3,85	3,75	3,70
10Y CZGB ASW (bb)	15	10	10	5

Zdroj: MFČR, Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

6

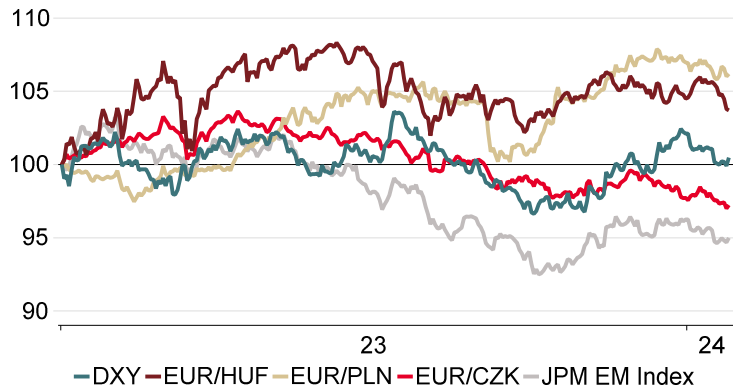
---

## KORUNOVÝ DEVIZOVÝ TRH

OBRAT OSLABUJÍCÍHO TRENDU NADOHLED

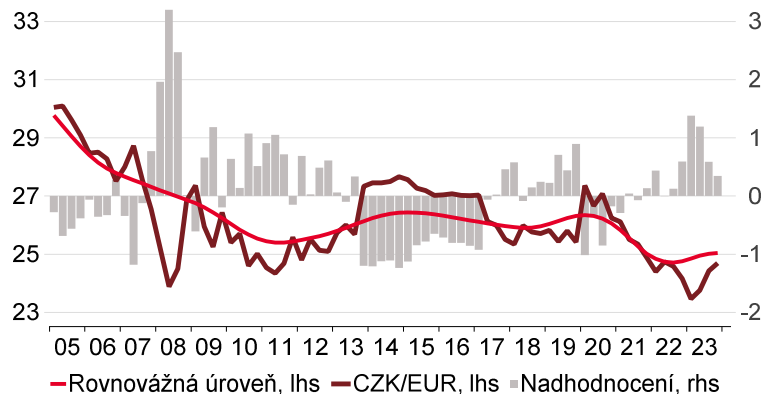
# OBRAT OSLABUJÍCÍHO TRENDU NADOHLED

## Vývoj měn regionu (1.1.2023 = 100)



Pozn.: Hodnota nad 100 značí posílení CZK, PLN nebo HUF vůči EUR nebo indexu měn rozvíjejících se trhů (JPM-EM), respektive oslabení dolarového indexu (DXY) od 1. 1. 2023.

## Rovnovážný kurz CZK/EUR

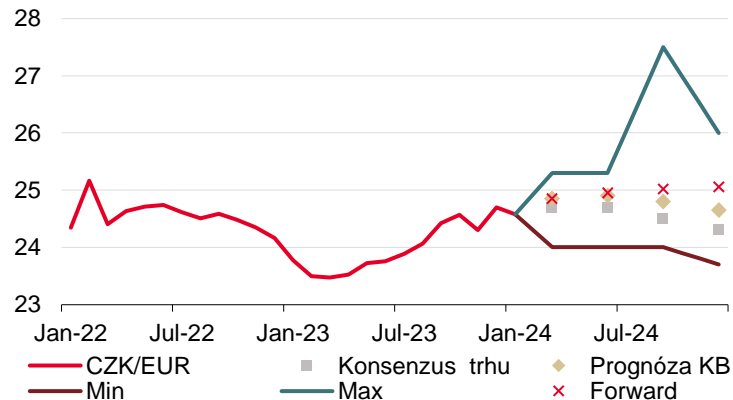


Pozn.: Hypotetická rovnovážná hodnota vychází z modelové filtrace reálného bilaterálního kurzu vůči euru, který je konzistentní s vnitřní a vnější rovnováhou ekonomiky.

## CZK/EUR a úrokový diferenciál



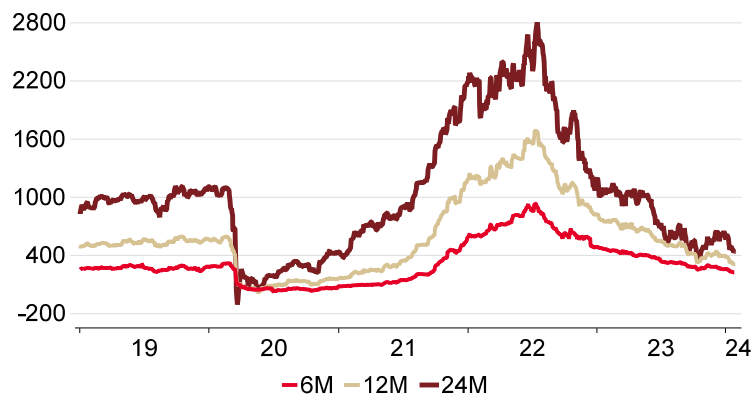
## Předpokládaný vývoj CZK/EUR



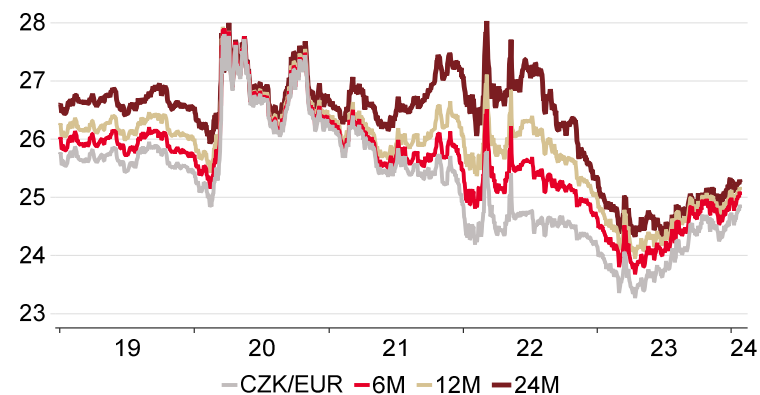
Zdroj: Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; tržní konsenzus k 25. 1. 2024

# OBRAT OSLABUJÍCÍHO TRENDU NADOHLED

## Forwardové body



## Forwardový vs spotový kurz CZK/EUR



Zdroj: Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

# 7

## BANKOVNÍ SEKTOR

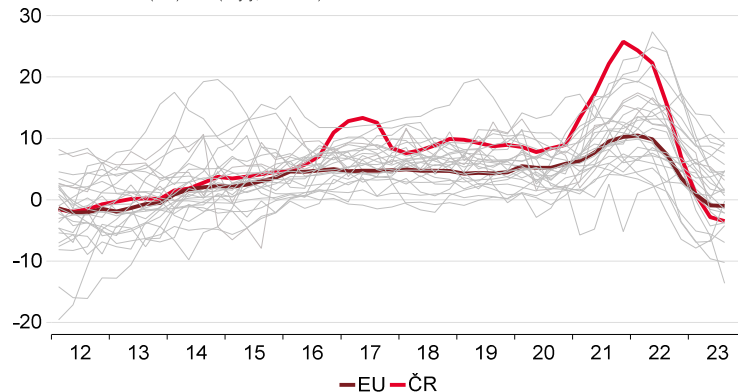
ÚVĚROVÁ AKTIVITA LETOS POSTUPNĚ ZESÍLÍ



# NEMOVITOSTNÍ SEKTOR ČEKÁ POSTUPNÁ REVITALIZACE

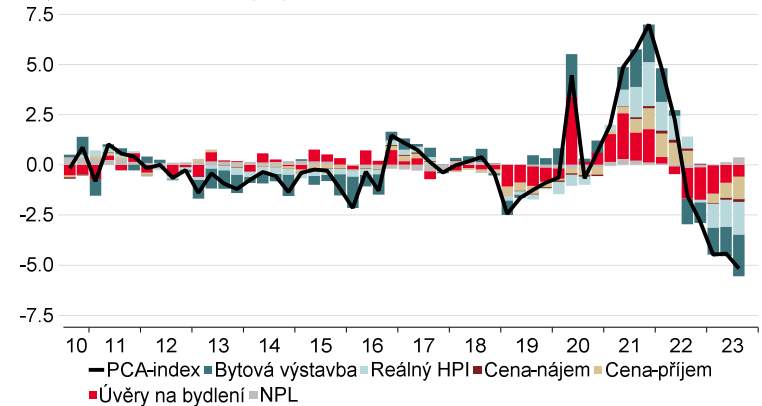
## Mírná korekce cen nemovitostí

Index cen nemovitostí (HPI) v EU (% y/y, ke Q3 23)

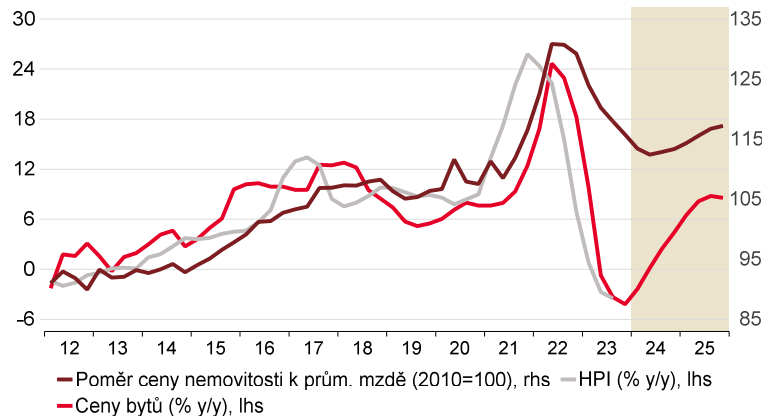


## Útlum nemovitostního sektoru

Kompozitní index nemovitostního trhu (PCA)

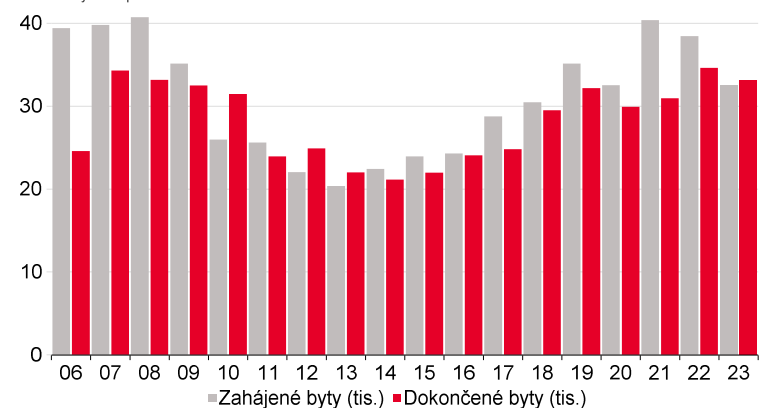


## Obnovení růstu cen nemovitostí



## Výstavba výrazně zpomalila oproti 2021-22

roční úhrny k listopadu

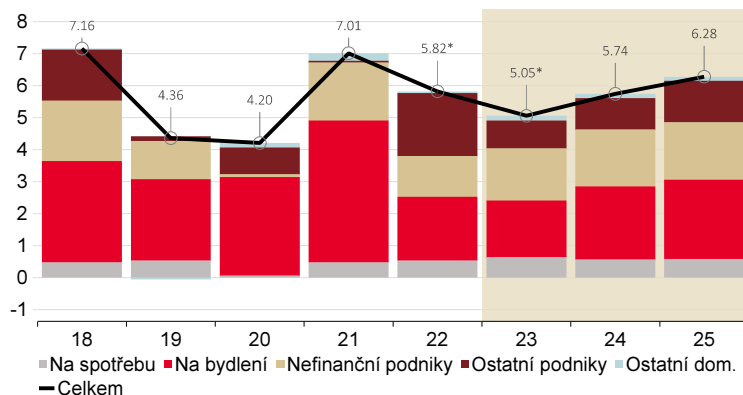


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČNB, ČSÚ, Macrobond, OECD

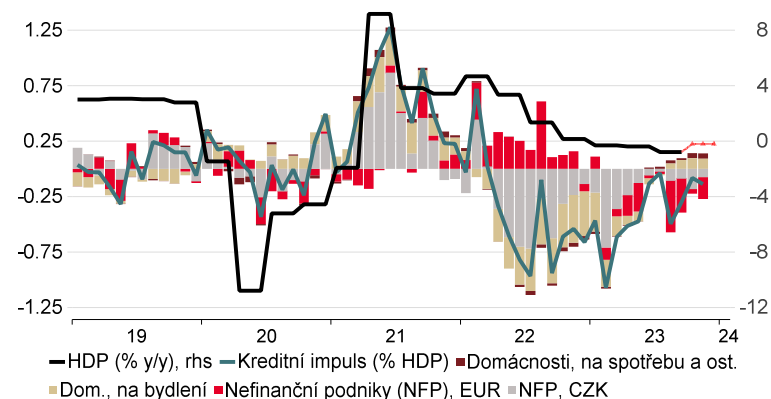
# KREDITNÍ IMPULS LETOS PODPOŘÍ EKONOMIKU

## Růst bankovních úvěrů (% y/y, pb)

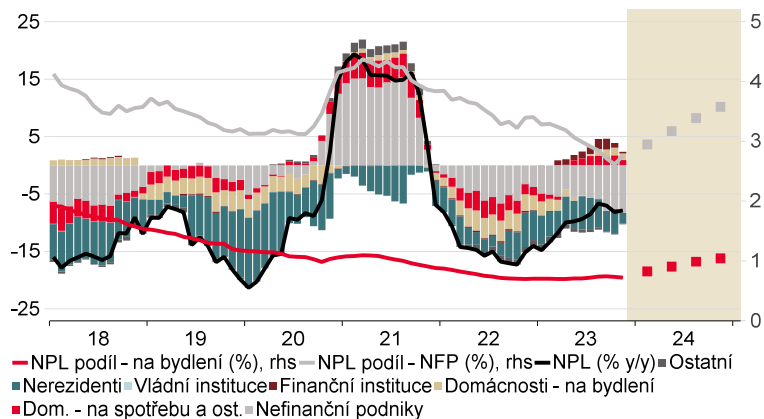
stavy ke konci období, % y/y



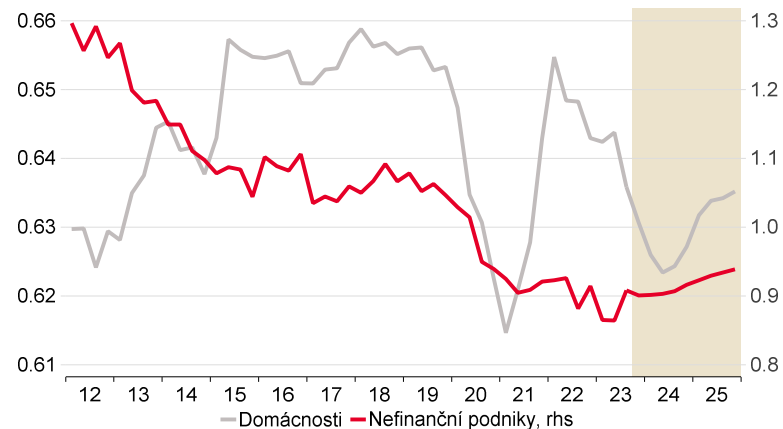
## Kreditní impuls letos více podpoří ekonomiku



## Míra selhání úvěrů zůstává omezená



## Poměr úvěrů a vkladů postupně vzroste



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČNB, ČSÚ, Macrobond

Pozn.: (\*) ovlivněno vyřazením (znovu-zařazením) portfolia Sberbank v dubnu 2022 (2023); kreditní impuls je definován jako meziroční změna objemu nových úvěrů v poměru k ročnímu nominálnímu HDP

8



SHRNUTÍ

# MAKROEKONOMICKÁ PROGNOZA: KLÍČOVÉ ZÁVĚRY

---

- **Ekonomika letos opět poroste, ale jen pomalu** Po loňském poklesu o 0,4 % očekáváme růst o 0,8 %. Pozvolné oživení bude souviset s vyšší spotřebou domácností podpořenou obnoveným růstem reálných mezd a rozpouštěním vysokých úspor.
- **Výrazný pokles inflace na dosažení 2% cíle stačit nebude** Růst spotřebitelských cen podle nás letos zpomalí na 2,7 % po loňských 10,7 %. Zatímco růst regulovaných a jádrových cen zůstane nad cílem centrální banky, potraviny by naopak měly po započtení nižší DPH zlevnit.
- **ČNB bude nadále snižovat sazby, její politika však zůstane restriktivní** Na konci letošního roku by repo sazba měla podle naší prognózy klesnout ze současných 6,75 % na 4 %, politicky neutrálních 3 % dosáhne ale až na konci roku 2025. Přístup bankovní rady zůstane podle nás opatrný, a to i s ohledem na pouze pozvolný ústup jádrové inflace.
- **Tržní úroky se po svém předchozím propadu stabilizují** Zmírňování inverze výnosové křivky by letos mělo pokračovat v návaznosti na uvolňování měnové politiky ČNB. Dalšímu poklesu sazeb s delší splatností by však měl bránit vývoj v zahraničí.
- **Obrat oslabujícího trendu koruny je nadohled** Krátkodobě koruna k euru podle nás ještě mírně oslabí. Obnovení jejího posilování očekáváme v souvislosti se zlepšováním fundamentů domácí ekonomiky a oslabujícím dolarem od druhé poloviny roku.

# ČESKÁ REPUBLIKA: SHRUTÍ MAKROEKONOMICKÉ PROGNÓZY

## Hlavní ekonomické proměnné

	2023	2024	2025
HDP (reálný růst, y/y v %)	-0,4	0,8	2,2
Spotřeba domácností (reálný růst, y/y v %)	-3,1	2,7	4,5
Fixní investice (reálný růst, y/y v %)	2,5	2,6	3,4
Zahraniční obchod (mld CZK) (*)	143,6	145,0	140,9
Průmyslová výroba (reálný růst, y/y)	-1,2	0,5	3,0
Maloobchod bez aut (reálný růst, y/y v %)	-4,3	3,4	2,3
Mzdy nominální růst, y/y v %	7,7	6,9	5,2
Míra nezaměstnanosti (MPSV, v %)	3,6	3,7	3,5
Inflace (y/y, v %)	10,8	2,7	2,2
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,1	0,0	0,2
Jádrová inflace (y/y, v %) (**)	7,6	3,2	2,4
Ceny potravin (y/y, v %) (**)	10,0	0,6	1,9
Ceny pohonných hmot (y/y, v %) (**)	-12,4	2,2	-2,8
Regulované ceny (y/y, v %) (**)	27,8	4,6	1,5
3M PRIBOR (průměr)	7,1	5,5	3,7
2W Repo (průměr)	7,0	5,2	3,5
EUR/CZK (průměr)	24,0	24,8	24,5

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poznámka: (\*) zahraniční obchod dle národní metodiky (SA);

(\*\*) složky inflace jsou očištěny o primární dopad daňových změn

# PRÁVNÍ UPOZORNĚNÍ

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícimu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Tento dokument není investičním doporučením dle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, o zneužívání trhu, ani nepředstavuje investiční poradenství dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>.

# AKTUÁLNÍ OCENĚNÍ EKONOMICKÉHO A STRATEGICKÉHO VÝZKUMU KB



#2 OVERALL FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 FISCAL BALANCE FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 INTEREST RATE FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 BEST OVERALL FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 EXCHANGE RATE FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 FISCAL BALANCE FORECASTER - SLOVAKIA

# HISTORICKÁ OCENĚNÍ EKONOMICKÉHO A STRATEGICKÉHO VÝZKUMU KB



#1 POLICY RATE FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 INFLATION FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#3 BEST INFLATION FORECASTER - SLOVAKIA



#1 GDP FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 BEST OVERALL FORECASTER - SLOVAKIA



#3 BEST OVERALL FORECASTER - CZECH REPUBLIC

**Consensus Economics**  
**Forecast Accuracy**  
**Award Winner**

**2014 Slovakia**

**Consensus Economics**  
**Forecast Accuracy**  
**Award Winner**

**2013 Czech Republic**



# OCENĚNÍ PRO SG CROSS ASSET RESEARCH

**Institutional  
Investor** 2022

**All-Europe Research Team**

## Macro

- #1** Multi Asset Research
- #2** Quantitative Research
- #3** Derivatives Research

## Equity

**9** Sector Research Teams in the **Top 10:**

- #6** Oil Services,
- #7** Infrastructure, Construction,
- #9** Luxury Goods, Oils, Tobacco,
- #10** Media, Banks, HPC



Research house  
of the year  
Societe Generale



## **Institutional Investor** 2022

### **Economics, Cross-Asset & Quant Research**

- #1** Alain Bokobza (Multi Asset)
- #2** Andrew Lapthorne (Quant)
- #2** Vincent Cassot (Derivatives)
- #2** Yohan Le Jalle (Index)
- #3** Sebastien Lemaire (Index)
- #4** Jitesh Kumar (Derivatives)
- #5** Albert Edwards (Multi Asset)
- #6** Arthur Van Slooten (Multi Asset)
- #7** Manish Kabra (Equity Strategy)
- #7** Laure Genet (Index)

## **Institutional Investor** 2022

### **Equity Sector Research**

- #2** Guillaume Delaby (Oil Services)
- #2** Marie Line Fort (SMC Europe)
- #3** Patrick Jousseume (SMC Europe)
- #5** Victor Acitores (Construction)
- #8** Christophe Cherblanc (Media)
- #9** Yannick Ouaknine (ESG)
- #9** Jonathan Leinster (Beverage)
- #10** Ottavio Adorisio (Telecom)

**BUDOUCNOST  
JSTE VY  KB**